

SOC. GDL S.R.L.

RELAZIONE AL PIANO ECONOMICO FINANZIARIO

REALIZZAZIONE DI AREA ATTREZZATA PER SOSTA CAMPER LUNGO SP 569,
NELL'ABITATO DI BAZZANO – COMUNE DI VALSAMOGGIA

Sommario

Introduzione	3
1. Gli obiettivi del progetto	4
2. Le componenti economiche e finanziarie	5
2.1. Le ipotesi del modello economico e finanziario	5
2.2. L'investimento	5
2.2.1. Quantificazione dei costi di investimento.....	5
2.2.2. Esame delle fonti di copertura.....	5
2.3. Previsioni economico patrimoniali, proiezione di costi e ricavi	7
2.3.1. Previsioni economiche	7
2.3.1.1. I costi	7
2.3.1.2. I ricavi di esercizio	9
2.3.1.3. Riepilogo costi e ricavi come richiesto dall'art. 2, comma 4, delle disposizioni applicative.	10
2.3.2. Previsioni patrimoniali	11
3. Stima dei flussi di cassa in entrata e in uscita	12
4. Sostenibilità e adeguatezza del modello.....	13
4.1. Indicatori di redditività	13
4.2. Indicatori di bancabilità	14
4.3. Indici del progetto	15
4.4. Conclusioni CRITERIO C: Conto economico e sostenibilità finanziaria	17

Introduzione

Nell'ambito dell'iniziativa di partenariato pubblico-privato (PPP) oggetto della presente relazione, il Piano Economico Finanziario (PEF) rappresenta uno strumento essenziale per valutare la sostenibilità economica e finanziaria del progetto, nonché per garantire un'allocazione efficiente delle risorse tra le parti coinvolte.

Il Piano Economico Finanziario definisce, sulla base delle ipotesi progettuali formulate e contenute nella documentazione tecnica facente parte della Proposta, le condizioni di sostenibilità economica e finanziaria e di bancabilità del progetto e individua gli elementi di carattere quantitativo (desumibili dal medesimo piano economico e finanziario), che potranno costituire criteri di aggiudicazione della gara, da svolgersi sulla base della Proposta qualora il Concedente ne dichiarasse la fattibilità.

Il piano economico finanziario si qualifica:

- da un lato, come strumento di valutazione economica, attraverso la comparazione tra costi e ricavi attesi dalla realizzazione del progetto, stabilendo se lo stesso è o non è conveniente;
- dall'altro, come elemento di valutazione finanziaria, con riguardo alla capacità del progetto di servire il suo debito.

Il PEF elaborato esplicita le condizioni di equilibrio economico-finanziario del progetto – ex. Art. 3, comma 1, lettera fff) del Codice dei Contratti Pubblici -, che si fondano sulla considerazione congiunta:

- dei ricavi di gestione;
- dei costi di gestione;
- dei costi di investimento;
- del costo del capitale di debito e del rendimento atteso/costo del capitale proprio (Equity);
- della durata della concessione.

Per *“equilibrio economico e finanziario”*, si intende la contemporanea presenza delle condizioni di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria.

- Per *“convenienza economica”* si intende la capacità del progetto di creare valore nell'arco dell'efficacia del contratto e di generare un livello di redditività adeguato al capitale investito;
- per *“sostenibilità finanziaria”* si intende la capacità del progetto di generare flussi di cassa sufficienti a garantire il rimborso del finanziamento.

L'analisi economica è diretta a valutare la redditività della gestione caratteristica dell'investimento. Sono messi a confronto costi e ricavi non finanziari del progetto, al fine di valutare la capacità dello stesso di produrre utili a prescindere dalla struttura finanziaria. Sul modello economico viene poi inserito lo studio finanziario, consistente nell'identificazione del piano di finanziamento più idoneo per l'impresa. Si giunge così a un modello economico finanziario completo che consente di determinare se i ricavi della gestione delle opere sono in grado di coprire integralmente i costi operativi, gli accantonamenti, gli ammortamenti, lasciando un margine per il rimborso del debito.

La presente relazione descrittiva, parte integrante della proposta presentata ai sensi del D. Lgs. 36/2023, ha lo scopo di fornire un quadro chiaro, dettagliato e trasparente delle basi, degli assunti e delle analisi sottostanti al PEF, al fine di evidenziare:

1. **Gli Obiettivi del Progetto:** descrivere le finalità del PPP, con riferimento alle esigenze pubbliche che si intendono soddisfare e ai benefici attesi per la collettività.
2. **Le Componenti Economiche:** illustrare i principali costi e ricavi previsti nel ciclo di vita del progetto, includendo investimenti iniziali, costi operativi e proventi derivanti dall'erogazione dei servizi.
3. **La Struttura Finanziaria:** presentare l'equilibrio tra capitale proprio, debito e altre fonti di finanziamento, evidenziando eventuali garanzie e strumenti di mitigazione del rischio.
4. **La Sostenibilità e l'Adeguatezza del Modello:** analizzare la capacità del progetto di generare flussi di cassa sufficienti per coprire i costi e remunerare gli investimenti, garantendo una sostenibilità di lungo periodo.

Questa premessa costituisce un'introduzione al contenuto della relazione, redatta in conformità alle normative vigenti in materia di PPP e alla disciplina economico-finanziaria applicabile. L'obiettivo è fornire agli enti competenti e ai soggetti interessati tutti gli elementi necessari per una valutazione obiettiva e approfondita della proposta progettuale, garantendo nel contempo trasparenza e completezza dell'informazione.

La relazione intende quindi fungere da guida nella comprensione del PEF, chiarendo le modalità con cui si intende perseguire un equilibrio tra l'interesse pubblico e la sostenibilità economica del progetto, nel rispetto dei principi di efficacia, efficienza e economicità. La sua integrazione all'interno della proposta consente di rispondere ai requisiti previsti dal Decreto Legislativo n. 36/2023, rafforzando la coerenza e la conformità dell'iniziativa rispetto alla normativa di riferimento.

1. Gli obiettivi del progetto

Il progetto si pone l'obiettivo di realizzare una struttura ricettiva all'aperto nella fattispecie "area sosta camper", attrezzata e dotata dei servizi e delle dotazioni previsti da norma di legge di settore vigente, volta alla partecipazione al Bando ministeriale emanato dal Ministero del Turismo, Direzione Generale Valorizzazione e Promozione Turistica, prot. 0215334/24 del 27.09.2024:

"Disposizioni applicative per l'erogazione delle risorse di cui all'articolo 1-bis del decreto-legge 12 settembre 2023, n. 121, convertito con modificazioni dalla legge 6 novembre 2023, n. 155, per lo sviluppo del turismo di prossimità, all'aria aperta ed ecosostenibile, per l'abbattimento delle emissioni atmosferiche, per la realizzazione di interventi finalizzati alla creazione e alla riqualificazione di aree attrezzate di sosta temporanea a fini turistici e alla valorizzazione del turismo all'aria aperta"

con l'obiettivo di accedere alle risorse del Fondo istituito nello stato di previsione del Ministero del turismo al Capitolo 7122.

2. Le componenti economiche e finanziarie

2.1. Le ipotesi del modello economico e finanziario

Il Piano economico finanziario è stato elaborato per una durata complessiva della Concessione di 10 anni.

Nei paragrafi seguenti verranno analizzati alcuni elementi che appare opportuno considerare come il contenuto tecnico minimo che il piano economico-finanziario deve presentare:

- 1) Quantificazione dei costi di investimento;
- 2) Esame delle fonti di copertura;
- 3) Previsioni economico-patrimoniali, proiezione di costi e ricavi derivanti dalla gestione dell'opera, al fine di valutarne l'equilibrio economico-reddituale;
- 4) Stima dei flussi di cassa in entrata e in uscita, per analizzare la sostenibilità finanziaria dell'investimento;

2.2. L'investimento

2.2.1. Quantificazione dei costi di investimento

Il progetto prevede un investimento iniziale così strutturato:

Voce	Importo Iva esclusa
A. Lavori	179.609,24 €
B. Costi della sicurezza	6.128,67 €
E. Somme a disposizione	217.528,61 €
Imprevisti	8.980,00 €
Spese tecniche progettazione	17.200,00 €
Forniture specifiche	176.348,61 €
Spese predisposizione gara	15.000,00 €
TOTALE INVESTIMENTO	403.266,52 €

L'IVA è stata applicata al 10% sui lavori e i costi della sicurezza e al 22% sulle somme a disposizione.

2.2.2. Esame delle fonti di copertura

Fabbisogno investimento	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8	N+9
Fabbisogno investimento	403.267	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fabbisogno IVA investimento	66.430	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Restituzione mutui	45.357	45.357	45.357	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106
Restituzione leasing finanziari	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Restituzione altri finanziamenti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Restituzione finanziamento soci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Restituzione Equity	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale fabbisogno investimento	515.054	45.357	45.357	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106

Coperture	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8	N+9
Flusso di cassa della gestione reddituale	41.704	84.864	26.841	27.478	28.191	28.930	29.690	29.872	28.696	29.878
Finanziamenti (Bancari e Altri)	223.430	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanziamento Soci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity	69.920	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Contributi pubblici	180.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale coperture	515.054	84.864	26.841	27.478	28.191	28.930	29.690	29.872	28.696	29.878

Per quanto riguarda i finanziamenti bancari si prevede il ricorso a:

- Finanziamento di € 157.000, al tasso del 6%, della durata di 10 anni, con rimborso rate semestrale;
- Finanziamento linea Iva di € 66.430, al tasso del 6%, della durata di 3 anni, con rimborso rate semestrale.

Si fornisce di seguito prospetto relativo alla scomposizione dei debiti finanziari e al piano di rimborso.

Anni	n	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9
	€'	€'	€'	€'	€'	€'	€'	€'	€'	€'
Debiti inizio esercizio	0	190.737	156.037	119.206	105.043	90.018	74.078	57.167	39.226	20.193
Finanziamento bancario investimenti	-11.861	-12.583	-13.350	-14.163	-15.025	-15.940	-16.911	-17.941	-19.033	-20.193
Linea Iva	-20.832	-22.117	-23.481	0	0	0	0	0	0	0
-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rimborso leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Accensione/Rimborso finanziamento soci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Accensione finanziamento agevolato	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rimborso finanziamento agevolato	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rimborso utilizzo debiti a breve	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rimborso accensione altri deb finanziari	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Accensione Deb. a m/l	223.430	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Accensione deb. Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DEBITO FINE ESERCIZIO	190.737	156.037	119.206	105.043	90.018	74.078	57.167	39.226	20.193	0

2.3. Previsioni economico patrimoniali, proiezione di costi e ricavi

2.3.1. Previsioni economiche

2.3.1.1. I costi

I costi di esercizio

Si riepilogano di seguito i costi stimati per ciascuna annualità:

	GG		N	N+1	N+2	N+3	N+4
	Aliquota IVA	Pagamento					
Costi di gestione sistema di controllo accessi	22%	30	1.680	1.710	1.741	1.772	1.804
Costo manutenzione programmata	22%	30	0	1.018	1.036	1.055	1.074
Costo gestione servizi igienici	22%	30	7.600	7.737	7.876	8.018	8.162
costo manutenzione verde	22%	30	0	5.090	5.182	5.275	5.370
Manutenzione straordinaria	22%	30	0	2.036	2.073	2.110	2.148
Energia elettrica	22%	30	6.295	6.408	6.524	6.641	6.761
Energia doccia	22%	30	414	421	429	437	445
Energia lavabo	22%	30	414	421	429	437	445
Promozione turistica	22%	30	5.000	5.090	5.182	5.275	5.370
Costo gestionale contabilità	22%	30	2.000	2.036	2.073	2.110	2.148
Gestione attività	22%	30	1.200	1.222	1.244	1.266	1.289
Imprevisti	22%	30	2.000	2.036	2.073	2.110	2.148
Assicurazione	0%	30	1.500	1.527	1.554	1.582	1.611
TOTALE COSTI			28.103	36.752	37.416	38.088	38.775

	GG		N+5	N+6	N+7	N+8	N+9
	Aliquota IVA	Pagamento					
Costi di gestione sistema di controllo accessi	22%	30	1.836	1.870	1.903	1.937	1.972
Costo manutenzione programmata	22%	30	1.093	1.113	1.133	1.153	1.174
Costo gestione servizi igienici	22%	30	8.309	8.458	8.611	8.766	8.924
costo manutenzione verde	22%	30	5.467	5.565	5.665	5.767	5.871
Manutenzione straordinaria	22%	30	2.187	2.226	2.266	2.307	2.348
Energia elettrica	22%	30	6.883	7.007	7.133	7.261	7.392
Energia doccia	22%	30	453	461	469	478	487
Energia lavabo	22%	30	453	461	469	478	487
Promozione turistica	22%	30	5.467	5.565	5.665	5.767	5.871
Costo gestionale contabilità	22%	30	2.187	2.226	2.266	2.307	2.348
Gestione attività	22%	30	1.312	1.336	1.360	1.384	1.409
Imprevisti	22%	30	2.187	2.226	2.266	2.307	2.348
Assicurazione	0%	30	1.640	1.670	1.700	1.730	1.761
TOTALE COSTI			39.474	40.184	40.906	41.642	42.392

Il piano degli ammortamenti

Il piano degli ammortamenti è formulato secondo la logica dell'ammortamento finanziario in funzione del termine dei lavori e della durata della Concessione. Al termine del periodo della Concessione il loro valore contabile residuo risulta pari a zero.

Il valore degli ammortamenti è stato determinato tenuto conto di quanto disposto dall'art. 104 del TUIR il quale dispone che *“Per i beni gratuitamente devolvibili alla scadenza di una concessione è consentita, in luogo dell'ammortamento di cui agli articoli 102 e 103, la deduzione in quote costanti di ammortamento finanziario, determinate dividendo il costo dei beni, diminuito degli eventuali contributi del concedente, per il numero degli anni di durata della concessione, considerando tali anche le frazioni (...)”*.

Di seguito si fornisce dettaglio:

[illegible]

Oneri finanziari

Gli oneri finanziari sono relativi ai due finanziamenti:

- Finanziamento di 10 anni per un importo di 157.000 € al tasso d'interesse annuo pari al 6 %;
- Finanziamento Iva di 3 anni per un importo pari a 66.430 € al tasso d'interesse annuo pari al 6%;

Non si è tenuto conto di eventuali oneri fiscali connessi al fabbisogno di circolante.

Ipotesi fiscali adottate

Sulla base dell'attuale quadro normativo sono adottate per il calcolo dell'IRES e dell'IRAP le aliquote del 24% e del 3,90%.

Ai fini IVA è stata applicato l'aliquota del 22% su tutti i costi, fatta eccezione per i costi relativi alle assicurazioni.

Per quanto riguarda i ricavi, invece, è stata considerata un'aliquota del 22%.

2.3.1.2. I ricavi di esercizio

Si riporta prospetto di determinazione dei ricavi.

RICAVI	Anno n	Anno n+1	Anno n+2	Anno n+3	Anno n+4	Anno n+5	Anno n+6	Anno n+7	Anno n+8	Anno n+9
Ricavo da piazzola/notte (medio)	19,50 €	19,85 €	20,21 €	20,57 €	20,94 €	21,32 €	21,70 €	22,09 €	22,49 €	22,90 €
Numero stalli area di sosta	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Occupazione media stimata stalli (in % sulle piazzole sull'anno)	27,40%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%
Stima ricavi da pernottamento medi giornalieri	160,27 €	167,97 €	170,99 €	174,07 €	177,20 €	180,39 €	183,64 €	186,94 €	190,31 €	193,73 €
Numero di giornate in cui l'area di sosta è aperta nell'anno	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365
Stima ricavi da pernottamento annui	58.500 €	61.308 €	62.412 €	63.535 €	64.678 €	65.843 €	67.028 €	68.234 €	69.462 €	70.713 €
Ricavi extra anno	3.688 €	3.755 €	3.823 €	3.892 €	3.962 €	4.034 €	4.106 €	4.180 €	4.255 €	4.332 €
Ricavi docce	2.213 €	2.253 €	2.294 €	2.335 €	2.377 €	2.420 €	2.463 €	2.508 €	2.553 €	2.599 €
Ricavi bagni	1.475 €	1.502 €	1.529 €	1.557 €	1.585 €	1.614 €	1.643 €	1.672 €	1.702 €	1.733 €
Totale area di sosta	62.188 €	65.063 €	66.235 €	67.427 €	68.640 €	69.877 €	71.134 €	72.414 €	73.717 €	75.045 €
Ricavi totali progetto	62.188 €	65.063 €	66.235 €	67.427 €	68.640 €	69.877 €	71.134 €	72.414 €	73.717 €	75.045 €

Inoltre, annualmente viene scontato il contributo ricevuto dal Ministero per un importo totale pari a 180.000 €. Tale contributo nel conto economico viene rilevato annualmente tra i componenti positivi per € 18.000.

2.3.1.3. Riepilogo costi e ricavi come richiesto dall'art. 2, comma 4, delle disposizioni applicative.

Ricavi

RICAVI	Anno n	Anno n+1	Anno n+2	Anno n+3	Anno n+4	Anno n+5	Anno n+6	Anno n+7	Anno n+8	Anno n+9
Ricavo da piazzola/notte (medio)	19,50 €	19,85 €	20,21 €	20,57 €	20,94 €	21,32 €	21,70 €	22,09 €	22,49 €	22,90 €
Numero stalli area di sosta	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Occupazione media stimata stalli (in % sulle piazzole sull'anno)	27,40%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%	28,20%
Stima ricavi da pernottamento medi giornalieri	160,27 €	167,97 €	170,99 €	174,07 €	177,20 €	180,39 €	183,64 €	186,94 €	190,31 €	193,73 €
Numero di giornate in cui l'area di sosta è aperta nell'anno	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365
Stima ricavi da pernottamento annui	58.500 €	61.308 €	62.412 €	63.535 €	64.678 €	65.843 €	67.028 €	68.234 €	69.462 €	70.713 €
Ricavi extra anno	3.688 €	3.755 €	3.823 €	3.892 €	3.962 €	4.034 €	4.106 €	4.180 €	4.255 €	4.332 €
Ricavi docce	2.213 €	2.253 €	2.294 €	2.335 €	2.377 €	2.420 €	2.463 €	2.508 €	2.553 €	2.599 €
Ricavi bagni	1.475 €	1.502 €	1.529 €	1.557 €	1.585 €	1.614 €	1.643 €	1.672 €	1.702 €	1.733 €
Totale area di sosta	62.188 €	65.063 €	66.235 €	67.427 €	68.640 €	69.877 €	71.134 €	72.414 €	73.717 €	75.045 €
Ricavi totali progetto	62.188 €	65.063 €	66.235 €	67.427 €	68.640 €	69.877 €	71.134 €	72.414 €	73.717 €	75.045 €

Costi

[illegible]

Quota ammortamento annua realizzazione dell'area	22.327	22.327	22.327	22.327	22.327	22.327	22.327	22.327	22.327	22.327
Servizio del debito	45.357	45.357	45.357	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106
Costo totale	63.094	69.736	68.269	67.358	67.183	66.967	66.706	66.398	66.041	65.632
Costo totale progetto	667.381									
Costo totale progetto/Ricavi totali progetto	0,96									

*La quota di ammortamento è stata riportata al netto della quota annua di contributo in c/investimento pari a 18.000 €/anno.

2.3.2. Previsioni patrimoniali

Nell'elaborazione del piano economico finanziario si è tenuto conto dei seguenti parametri:

- a) I fornitori si considerano liquidati in 30 giorni;
- b) Gli incassi si considerano acquisiti immediatamente;
- c) Non sono previste rimanenze di magazzino in quanto si ipotizza che gli acquisti delle materie prime siano effettuati all'inizio di ogni mese, consumati interamente durante il mese e ri-effettuati all'inizio del mese successivo.
- d) Il tasso di inflazione adottato ai fini dello sviluppo della dinamica finanziaria del modello è pari al 1,8%.

3. Stima dei flussi di cassa in entrata e in uscita

Ai fini di analizzare l'investimento nella sua completezza occorre valutare le dinamiche finanziarie relative a ciascuna delle sue fasi. Attesa la necessità di reperire risorse che consentano di far fronte al fabbisogno derivante dalla realizzazione iniziale del progetto, un altro aspetto fondamentale è rappresentato dalla stima del *cash flow* generato dalla successiva gestione dell'opera. Tale previsione rappresenta uno degli elementi imprescindibili per effettuare una valutazione sulla sostenibilità dell'investimento.

In particolare, appare importante determinare due tipologie di flussi di cassa: i flussi di cassa operativi (unlevered) e quelli disponibili per gli azionisti.

Il *cash flow unlevered* è indipendente rispetto alla struttura del capitale, in quanto include nel suo computo solo le poste riferibili alla gestione operativa dell'investimento, senza considerare l'incidenza degli interessi passivi e della quota capitale da restituire ai portatori di capitale di credito.

Generalmente, nei primi anni della concessione il *cash flow* sarà verosimilmente negativo per gli esborsi connessi alla realizzazione delle opere, per poi assestarsi successivamente su valori positivi durante la gestione.

Si riporta di seguito Cash Flow del progetto.

Anni	n	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9
	€'	€'	€'	€'	€'	€'	€'	€'	€'	€'
Flusso di cassa operativo lordo	48.587	43.520	44.520	45.399	46.112	46.848	47.306	46.946	47.355	47.772
Variazione CCN	106.687	41.344	(17.678)	(17.922)	(17.920)	(17.919)	(17.616)	(17.074)	(18.659)	(17.894)
Flusso di cassa della gestione corrente	155.274	84.864	26.841	27.478	28.191	28.930	29.690	29.872	28.696	29.878
Flusso di Cassa Operativo	(247.993)	84.864	26.841	27.478	28.191	28.930	29.690	29.872	28.696	29.878
Flusso di Cassa al servizio del debito	(257.618)	76.765	20.361	22.201	23.570	25.004	26.501	27.467	27.121	29.184
Flusso di cassa per azionisti	3.039	42.064	(16.469)	8.038	8.545	9.064	9.591	9.526	8.088	8.991
Flusso di cassa netto	3.039	42.064	(16.469)	8.038	8.545	9.064	9.591	9.526	8.088	8.991

Il rendiconto finanziario utilizzato per l'analisi è quello dei flussi di liquidità che determina, nella fattispecie, il Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori (detto anche Unlevered Free Cash Flow o Free Cash Flow to the Firm). Tale flusso corrisponde al **Flusso di cassa operativo lordo**, ovvero quello che scaturisce dalla gestione caratteristica dell'impresa al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate da tutti i finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per calcolare tale flusso occorre utilizzare il concetto del NOPAT, ovvero considerare le c.d. imposte figurative che rappresentano la parte di imposta imputabile al solo risultato operativo che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari che in Italia sono in parte deducibili.

Altro indicatore è rappresentato dal **flusso di cassa della gestione corrente** che, dopo quello operativo lordo, è l'indicatore più importante della performance finanziaria di un'azienda. Esso comprende tutte le operazioni che costituiscono le attività tipiche dell'azienda che presentano il carattere di continua ripetitività nel tempo.

Arriviamo al **flusso di cassa operativo** che rappresenta il flusso di cassa al lordo degli oneri finanziari e dei benefici fiscali derivanti da questi ultimi. Misura la liquidità generata dalla gestione aziendale per tutti gli investitori aziendali (azionisti e finanziatori) al netto delle spese non cash, delle variazioni del circolante non cash e delle necessità di investimento/reinvestimento. Un flusso positivo genera liquidità disponibile per essere utilizzata per effettuare pagamenti del debito (interessi passivi e restituzione sorta capitale) e del patrimonio netto (dividendi e riacquisto di azioni proprie). Un flusso di cassa negativo implica che l'impresa deve affrontare un deficit di cassa che deve essere coperto da nuova immissione di Equity o di apporto di ulteriore debito.

Una grossa importanza riveste, infine, il **flusso di cassa al servizio del debito** che è rappresentato dal flusso di cassa operativo al netto degli oneri straordinari e degli oneri finanziari aggiustato per tenere conto del beneficio della deducibilità di quest'ultimi e destinato al rimborso delle rate dei debiti a medio e lungo termine contratti per la realizzazione dei progetti aziendali.

4. Sostenibilità e adeguatezza del modello

4.1. Indicatori di redditività

Il Codice degli appalti, nello stabilire la necessità di definire i presupposti e le condizioni di base del piano economico-finanziario, per verificare la sussistenza del relativo equilibrio, fa esplicito *“riferimento ad indicatori di redditività”*.

In particolare, sono due i principali indicatori di performance da utilizzare nell'ambito di una procedura di Project Financing:

- **Valore Attuale Netto (VAN):** rappresenta la ricchezza incrementale generata dall'investimento, espressa come se fosse immediatamente disponibile nell'istante in cui viene effettuata la valutazione. Dal punto di vista analitico, è determinato come somma algebrica dei flussi di cassa operativi attesi dalla realizzazione dell'intervento, scontati al tasso corrispondente al costo stimato del capitale investito. La formula del VAN può essere espressa come segue:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{FCO_t}{(1+r)^t}$$

dove r , vale a dire il tasso di attualizzazione, è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale. La dottrina aziendalistica e la prassi in tema di capital budgeting stabiliscono che un investimento è conveniente e perseguibile laddove il VAN presenti un valore positivo, che rappresenta l'incremento di valore generato dal progetto.

- **Tasso Interno di Rendimento (TIR)** di Progetto, che indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento dei flussi di cassa associati al Progetto. Dal punto di vista analitico, è definito come il tasso di sconto al quale un investimento presenta un VAN pari a zero, in corrispondenza del quale, quindi, il risultato economico di un'operazione si annulla.

Tale indicatore è calcolabile attraverso la seguente equazione:

$$\sum_{t=0}^n E_t(1 + TIR)^{-t} = \sum_{t=0}^n U_t(1 + TIR)^{-t}$$

Dove: E_t = flussi di cassa in entrata al tempo t

U_t = flussi di cassa in uscita al tempo t

4.2. Indicatori di bancabilità

La redditività di un progetto non implica necessariamente la sua sostenibilità da un punto di vista finanziario, che si estrinseca, oltre che in un'adeguata remunerazione per gli sponsor nella capacità dell'investimento di generare flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti contratti.

Al riguardo il Codice fa riferimento a *"indicatori (...) di capacità di rimborso del debito"*.

Gli indicatori maggiormente utilizzati per definire la sostenibilità finanziaria e la "bancabilità" di un investimento sono costituiti da:

- **DSCR (debt service cover ratio)**, pari al rapporto, calcolato per ogni dato periodo dell'orizzonte temporale previsto per la durata dei finanziamenti, tra il flusso di cassa disponibile per il debt service e il servizio del debito comprensivo di quota capitale (C) e quota interessi (I), come rappresentato dalla formula seguente:

$$DSCR = \frac{FCO_t}{I_t + C_t}$$

La sostenibilità del servizio del debito in ogni esercizio sarà raggiunta con un DSCR superiore all'unità; tuttavia, al fine di garantire un certo margine di sicurezza, è buona norma considerare quale soglia limite un valore almeno pari a 1,25/1,3.

- **LLCR (loan life cover ratio)**, che, a differenza del DSCR non analizza la sostenibilità in un'ottica puntuale, ma nel continuum della gestione dell'investimento, facendo riferimento all'intera durata del finanziamento.

Tale indicatore è definito come il quoziente tra la somma attualizzata dei flussi di cassa disponibili per il servizio del debito, compresi fra l'istante di valutazione e l'ultimo anno previsto per il rimborso dei finanziamenti (m), e il debito residuo (D) considerato allo stesso momento, come rappresentato dall'equazione riportata di seguito:

$$LLCR = \frac{\sum_{t=1}^m \frac{FCO_t}{(1+i)^t}}{D_t}$$

Anche in questo caso, è bene che il valore dell'indicatore si attesti, durante ogni esercizio, su valori superiori all'unità.

4.3. Indici del progetto

Ai fini del presente lavoro i flussi di cassa sono stati scontati assumendo un tasso di attualizzazione specifico per ciascun anno del piano finanziario, il cui andamento è riportato nella seguente tabella.

Indici di redditività

Flussi di Cassa Operativi (FCO)	n	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9
Ebit	11.758	5.984	6.492	7.012	7.538	8.076	8.623	9.181	9.748	10.326
- Imposte figurative	(3.498)	(2.791)	(2.299)	(1.940)	(1.753)	(1.555)	(1.644)	(2.562)	(2.720)	(2.881)
NOPAT	8.260	3.193	4.193	5.072	5.785	6.522	6.979	6.620	7.029	7.445
+ Ammortamenti, accantonamenti e TFR	40.327	40.327	40.327	40.327	40.327	40.327	40.327	40.327	40.327	40.327
+/- Variazioni del circolante	106.687	41.344	(17.678)	(17.922)	(17.920)	(17.919)	(17.616)	(17.074)	(18.659)	(17.894)
+/- Investimenti/disinvestimenti	(403.267)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flusso di Cassa Operativo (FCO)	(247.993)	84.864	26.841	27.478	28.191	28.930	29.690	29.872	28.696	29.878
WACC	5,57%	5,59%	5,63%	5,65%	5,68%	5,72%	5,77%	5,84%	5,95%	6,09%
Fattore di attualizzazione	0,95	0,90	0,85	0,80	0,76	0,72	0,68	0,63	0,59	0,55
Flusso di cassa Operativo attualizzato	(234.900)	76.114	22.776	22.054	21.389	20.722	20.043	18.958	17.058	16.537

Si riepilogano gli indicatori relativi al progetto:

VAN

VAN = 750

TIR

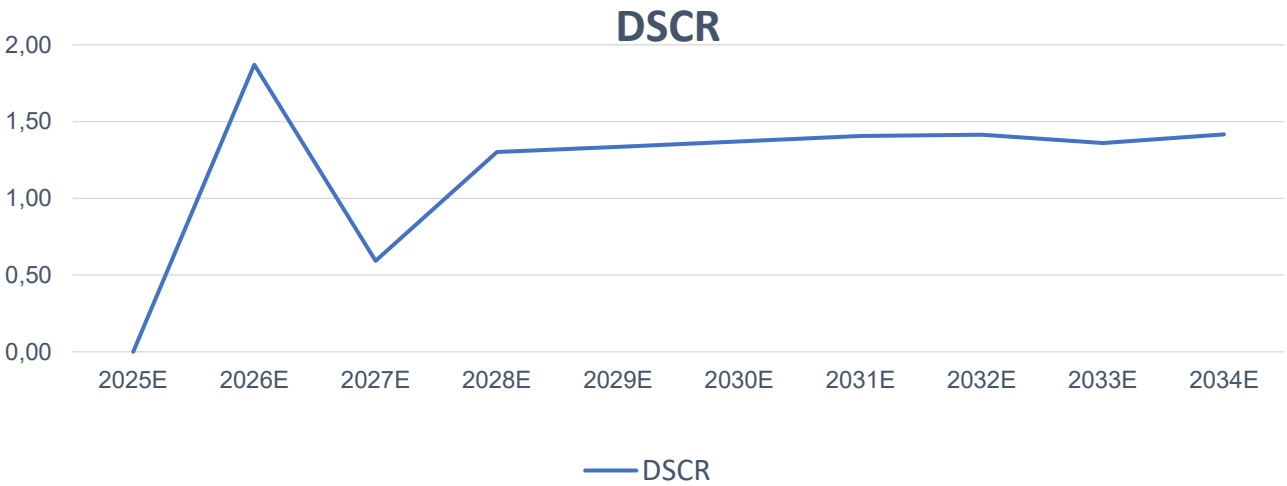
TIR = 5,8%

Indici di bancabilità

DSCR - LLCR

Includi debiti v/banche a breve	SI
Includi finanziamento soci	SI
Flusso di cassa DSCR - LLCR	Flusso di cassa operativo
Tasso attualizzazione LLCR	WACC

	n	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9
Flusso di cassa operativo	(247.993)	84.864	26.841	27.478	28.191	28.930	29.690	29.872	28.696	29.878
Servizio del debito	45.357	45.357	45.357	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106	21.106
DSCR	NO FC	1,87	0,59	1,30	1,34	1,37	1,41	1,42	1,36	1,42
ADSCR		1,34								
Debito	190.737	156.037	119.206	105.043	90.018	74.078	57.167	39.226	20.193	(0)
Valore attuali flussi futuri del periodo di "vita" del debito	250.352	179.487	162.745	144.483	124.492	102.678	78.915	53.668	28.163	0
LLCR	1,31	1,15	1,37	1,38	1,38	1,39	1,38	1,37	1,39	n.d.
Valore attuali flussi futuri	250.352	179.487	162.745	144.483	124.492	102.678	78.915	53.668	28.163	0
PCR	1,31	1,15	1,37	1,38	1,38	1,39	1,38	1,37	1,39	n.d.





4.4. Conclusioni CRITERIO C: Conto economico e sostenibilità finanziaria

Il Piano Economico-Finanziario (PEF) presentato dal Promotore dimostra piena conformità ai requisiti normativi in materia di equilibrio economico-finanziario, come richiesto dall'art. 177 del D. Lgs. 36/2023 e dalle Linee Guida n. 9 dell'ANAC. Gli indicatori di redditività e sostenibilità finanziaria evidenziati garantiscono la contemporanea presenza delle condizioni di convenienza economica e sostenibilità finanziaria, necessarie per la corretta attuazione del partenariato pubblico-privato (PPP).

Indicatori di redditività e sostenibilità

- **Valore Attuale Netto (VAN):** € 750

Il VAN è prossimo allo zero, come richiesto dall'art. 177, comma 5, del D. Lgs. 36/2023 e dal punto 3.1 delle Linee Guida ANAC n. 9. Questo valore dimostra che i ricavi attesi sono sufficienti a coprire i costi operativi e di investimento, garantendo al contempo una remunerazione congrua per il capitale investito, senza generare situazioni di extra-redditività.

- **Tasso Interno di Rendimento (TIR):** 5,8%
- **Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC):** 5,75%

La vicinanza tra il TIR e il WACC è un indicatore chiave del rispetto dell'equilibrio economico-finanziario, poiché garantisce che il rendimento atteso dal progetto sia congruo rispetto al costo del capitale investito. Tale conformità soddisfa quanto richiesto sia dal D. Lgs. 36/2023 sia dalle Linee Guida ANAC, che specificano la necessità di un TIR di progetto tendenzialmente pari al WACC per evitare margini di extra-redditività e per assicurare un corretto trasferimento dei rischi.

- **Loan Life Coverage Ratio (LLCR) medio:** 1,35
- **Debt Service Coverage Ratio (DSCR) medio:** 1,34

Entrambi gli indicatori superano il valore minimo di 1, dimostrando la sostenibilità finanziaria del progetto. Il DSCR conferma la capacità dei flussi di cassa disponibili di coprire il servizio del debito (capitale e interessi), mentre l'LLCR dimostra la capacità di rimborso del debito sull'intero orizzonte temporale.

Riferimenti normativi e allocazione dei rischi

Ai sensi dell'art. 177, comma 5, del D. Lgs. 36/2023, l'equilibrio economico-finanziario è realizzato quando i ricavi attesi sono in grado di:

- Coprire i costi operativi e di investimento;
- Rimborsare e remunerare il capitale di debito;
- Garantire una remunerazione congrua per il capitale di rischio.

Questo equilibrio si basa su un'adeguata allocazione dei rischi, come previsto dall'art. 180 del D. Lgs. 36/2023, che richiede il trasferimento al privato dei rischi di costruzione, disponibilità e domanda, garantendo un bilanciamento proporzionato e misurabile degli interessi in gioco.

Le Linee Guida ANAC n. 9, punto 3.1, ribadiscono che l'equilibrio economico-finanziario è verificato quando i flussi di cassa generati dal progetto coprono tutti i costi, inclusi ammortamento e remunerazione del capitale, con indicatori quali:

- **TIR di progetto** vicino al **WACC**;
- **VAN di progetto** prossimo allo zero;
- **DSCR** e **LLCR** in valori sostenibili (>1).

Conclusioni

Gli indicatori riportati nel PEF evidenziano che il progetto soddisfa pienamente i requisiti normativi in materia di equilibrio economico-finanziario e allocazione dei rischi. In particolare:

- Il **VAN** prossimo allo zero e il **TIR** allineato al **WACC** garantiscono l'assenza di margini di extra-reddittività, assicurando una corretta distribuzione dei rischi tra pubblico e privato;
- Il **DSCR** e l'**LLCR** confermano la sostenibilità finanziaria del progetto, garantendo la capacità di copertura del debito lungo l'intero arco contrattuale.

Tali indicatori attestano che il progetto rispetta pienamente i criteri di equilibrio economico-finanziario definiti dal D. Lgs. 36/2023 e dalle Linee Guida ANAC, risultando adeguato e sostenibile sia dal punto di vista economico che finanziario.